

0-792894

На правах рукописи

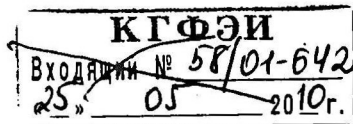
**КИСЕЛЕВ Максим Витальевич**

**РОССИЙСКИЙ РЫНОК СРОЧНЫХ  
ФИНАНСОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ: ПРОБЛЕМЫ  
И ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ**

Специальность: 08.00.10 - "Финансы, денежное обращение и кредит"

**Автореферат**  
**диссертации на соискание ученой степени**  
**доктора экономических наук**

Саратов - 2010



0000690327



## ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

**Актуальность темы исследования.** Текущий мировой финансовый кризис привлек внимание экономистов всего мира к процессам, происходящим на фондовых рынках. В центре внимания оказались финансовые инструменты, обращающиеся на срочном рынке. До середины прошлого века срочные финансовые инструменты успешно выполняли свое изначальное и главное предназначение – хеджирование риска неблагоприятного изменения рыночной цены товара. Однако после Второй мировой войны ситуация начала постепенно меняться. К началу 2000-х гг. из инструмента хеджирования риска срочные финансовые активы превратились в инструмент получения сверхприбыли за счет эксплуатации спекулянтами такого их свойства как значительный финансовый рычаг.

Вторая важная трансформация рынка срочных финансовых инструментов, имевшая место в XX веке, связана с либерализацией процессов регулирования рынка. Сегодня большинство сделок со срочными финансовыми инструментами проходят вне биржевых площадок и не фиксируются в бухгалтерских балансах банков и инвестиционных фондов, что позволяет участникам торгов принимать на себя экстремально высокий риск и совершать сделки на суммы, в сотни раз превышающие размеры их торговых счетов.

Третье изменение мирового срочного финансового рынка связано с гипертрофированным развитием его доминирующей составляющей – сегмента производных финансовых инструментов, чья рыночная стоимость зависит от некоторых стоимостных и нестоимостных характеристик. В настоящее время производные финансовые инструменты или, иначе, деривативы занимают значительную долю в структуре фиктивного капитала как по количеству видов существующих инструментов, так и по номинальному объему открытых позиций и величине оборота торгов. Начавшиеся в 1970-е годы прошедшего века процессы секьюритизации (трансформации активов в ценные бумаги) подстегнули появление на рынке все большего числа новых видов деривативов, многие из которых, как продемонстрировал мировой финансовый кризис, представляют из себя абсолютно ничем не обеспеченные виртуальные активы, стремительное обесценивание которых даже вызвало сомнение в целесообразности их дальнейшего существования.

В результате трансформации функций и либерализации регулирования рынка срочных финансовых инструментов в целом, а также гипертрофированного развития сегмента производных срочных финансовых инструментов к концу XX века в мировой экономике начали аккумулироваться системные риски. В 2007-2008 годах срочные инструменты стали главным мультипликатором мирового финансового кризиса, разрушительное воздействие которого сравнивают с Великой американской депрессией 1930-х годов. Мировая экономика пока еще окончательно не оправилась после кризиса, но сегодня ясно одно – прежняя система обращения и регулирования рынка срочных финансовых инструментов оказалась несостоятельной и должна уступить место качественно новой контуре

которой просматриваются уже сегодня. Прежде всего, изменения должны коснуться риск-менеджмента и конструирования новых инструментов срочного финансового рынка.

Формирование и развитие срочного рынка, способного удовлетворять запросам не только спекулянтов, но и хеджеров и арбитражеров, является неотъемлемым условием построения развитого национального фондового рынка. Президентом РФ Д.Медведевым была поставлена задача создать все условия для того, чтобы к 2020 году Москва превратилась в мировой финансовый центр, не уступающий по спектру и качеству финансовых услуг Лондону и Нью-Йорку. Решение этой задачи невозможно без комплексного развития всех сегментов национального финансового рынка, в том числе и рынка срочных финансовых инструментов. Однако без должной теоретической базы, методом случайных блужданий невозможно решить многочисленные проблемы российского срочного финансового рынка. По причине его молодости и неразвитости в отечественной литературе до сих пор содержится мало по-настоящему глубоких работ по проблемам функционирования рынка срочных финансовых инструментов<sup>1</sup>. В основном это переводная литература, в которой не учтены особенности российского фондового рынка, его законодательства, присущих ему проблем.

Об актуальности темы исследования свидетельствует тот факт, что в отечественном законодательстве до сих пор не выработан единый термин для обозначения группы производных финансовых инструментов, обращающихся на срочном рынке. Одни органы используют термин “дериватив”, другие – “срочная сделка”, третьи – “производный финансовый инструмент”. Отсутствие устоявшейся точки зрения в отношении терминологии приводит к многочисленным коллизиям и противоречиям в понимании сущности деривативов, их роли в развитии российского финансового рынка. Расплывчатость правового поля обращения срочных финансовых инструментов в России приводит к тому, что данный сегмент финансового рынка уходит из-под влияния регулирующих органов, что является причиной аккумуляирования скрытых рисков. Актуализация данных рисков произошла в первые же месяцы кризиса 2008-2009 годов, когда “КИТ-финанс”, один из крупнейших участников российского срочного рынка, оказался не в состоянии исполнить свои обязательства по открытым срочным позициям. В результате впервые с 1998 года российская банковская система столкнулась со столь глубокими кризисными явлениями.

Названные и другие проблемы функционирования российского рынка срочных финансовых инструментов показывают острую необходимость их теоретического, методологического и практического решения. Даже фрагментарное перечисление существующих проблем свидетельствует об актуальности исследования.

---

<sup>1</sup> Среди основных теоретических работ российских авторов можно назвать: А.Н. Буренин: Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов. – М.: НТО им. Вавилова, 2009; В.А. Галанов: Производные инструменты срочного рынка: фьючерсы, опционы, свопы. – М.: Финансы и статистика, 2002; А.Б. Фельдман: Производные финансовые и товарные инструменты. М.: Экономика, 2008.

**Степень разработанности проблемы.** Научный интерес у исследователей вызывали различные проблемы рынка срочных финансовых инструментов. Но, пожалуй, одними из первых были разработки теории равновесия между срочным и кассовым рынками, где несомненная заслуга принадлежит Н.Калдору, Дж.Кейнсу и Дж.Хиксу. Среди отечественных исследователей, занимавшихся проблемой рыночного равновесия, можно отметить В. Григорьева, И. Дарупина, А. Козловских, О. Ситникову, А. Якунину.

Проблемами риска и доходности совершения сделок со срочными финансовыми инструментами занимались Д.Каплан, К. Коннолли, Т.Лофтон, Л.Макмиллан, Дж.Мэрфи, М.Томсетт, а также российские исследователи А.Балабушкин, О.Покровская, Л.Тропаревская, М.Чекулаев. В работах таких российских авторов как Н.Азимова, А.Буренин, В.Галанов, М. Марамыгин, Б. Рубцов, А.Селивановский, А. Селищев, А. Сузгин, В.Уткин, А.Фельдман раскрыты сущность и свойства срочных финансовых инструментов, проблемы развития срочного рынка в России и за рубежом. Вопросы регулирования срочного финансового рынка рассмотрены в работах В. Булатова, Г.Колесникова, П.Ланскова, В. Плескачевского, П.Соловьева, Г.Топузьяна. Отдельные проблемы развития российского срочного финансового рынка нашли свое отражение в работах А.Белинского, С.Наумова, А.Потемкина.

Анализ научной литературы показал, что большинство отечественных и зарубежных исследователей сконцентрировались на методических проблемах, в частности, на изучении эффективности конкретных механизмов совершения спекулятивных, арбитражных и хеджевых сделок с инструментами срочного финансового рынка. Данные работы предназначены в основном для практикующих участников рынка и не ставят своей задачей исследовать фундаментальные теоретические проблемы. Например, на сегодняшний день отсутствует научно-обоснованная концепция развития российского срочного финансового рынка. Не решены вопросы определения и статуса производных инструментов срочного финансового рынка (деривативов): различные ветви и органы власти трактуют деривативы как срочные сделки, производные финансовые инструменты или ценные бумаги, следствием чего являются пробелы в сфере регулирования российского рынка деривативов.

Требуют разработки теоретические и методологические основы поведения отдельных участников торгов срочного финансового рынка с точки зрения их вклада в процессы достижения и поддержания равновесия между кассовым и срочным рынками. В работах ряда российских и зарубежных ученых содержатся исследования процессов формирования макро-равновесия, однако практически отсутствуют описания моделей поведения отдельных участников рынка, которое уводит всю систему "кассовый рынок – срочный рынок" от равновесного состояния. В то же время многочисленные финансовые кризисы XX и XXI столетия доказали, что срочному рынку присуще свойство периодически терять равновесное состояние в результате активности отдельных крупных участников торгов, чье поведение на рынке связано с неопределенностью и риском. В этой связи особую значимость приобретают проблемы поддержания стабильного и поступательного развития срочного финансового рынка, что невозможно без внедрения в обраще-

ние новых инструментов. Однако и в отечественной, и в зарубежной литературе данные вопросы разработаны крайне слабо.

В связи с мировым финансовым кризисом особую актуальность имеет исследование вопросов регулирования срочного рынка, особенно его внебиржевой составляющей. В сравнении с проблемами регулирования российского фондового рынка в целом, которые освещены в научной литературе достаточно полно, ряд аспектов регулирования срочного финансового рынка до сих пор не нашел своего отражения в работах российских авторов. В частности, не решенным остается вопрос отнесения некоторых видов деривативов (фьючерсов и опционов на валюты, процентные ставки) к тому или иному органу регулирования, а также пересечения функций регулирования между различными инстанциями.

Не менее остро стоят проблемы использования инсайдерской информации и манипулирования ценами на срочном рынке. Данные недостатки российского финансового рынка основательно изучены в работах, посвященных рынку акций и облигаций, но остаются не решенными применительно к срочному рынку, где манипулирование и использование инсайдерской информации способны нанести значительно больший вред участникам торгов. Эти и другие пробелы в научном освещении проблем срочного рынка подтверждают актуальность темы исследования и необходимость ее теоретического, методологического и практического развития, что предопределило цель, задачи и структуру работы.

**Цель и задачи диссертационного исследования** заключается в разработке концепции развития российского рынка срочных финансовых инструментов, методологии и механизмов ее реализации и определении на этой основе практических рекомендаций для деятельности регулирующих органов, саморегулируемых организаций и профессиональных участников рынка ценных бумаг.

Для достижения поставленной цели решались следующие задачи:

- показать место рынка срочных финансовых инструментов и его производного сегмента в структуре финансового рынка; раскрыть сущностное содержание деривативов как инструментов срочного финансового рынка;
- выявить и исследовать основные свойства и функции срочных финансовых инструментов, разработать их классификацию;
- исследовать закономерности и тенденции развития фиктивного капитала; выявить влияние срочного финансового рынка в целом и рынка деривативов в частности на процессы разъединения рынка реальных ценностей и рынка фиктивного капитала;
- определить факторы, оказывающие наибольшее дестабилизирующее влияние на рынке срочных финансовых инструментов, раскрыть его системные риски и определить возможные последствия их актуализации;
- изучить особенности участников торгов рынка срочных финансовых инструментов и уточнить их классификацию;
- исследовать структуру, механизмы обращения и выявить финансовые мотивы использования наиболее часто встречающихся срочных финансовых инструментов;
- исследовать процессы ценообразования на срочном финансовом рынке и определить причины колебания цен срочных инструментов;

– систематизировать существующие модели равновесия на срочном и кассовом рынках с целью оценки механизма достижения и степени устойчивости равновесного состояния;

– применить системный подход к исследованию механизмов функционирования срочного финансового рынка;

– обобщить и конкретизировать методологические основы технологий сделок с инструментами срочного финансового рынка, дать их классификацию в зависимости от степени принимаемого риска;

– исследовать качественные аспекты и выявить ограничения и преимущества использования конкретных технологий сделок с инструментами срочного финансового рынка в российских условиях;

– выделить основные этапы становления мирового срочного рынка, обусловившие трансформацию роли срочных финансовых инструментов в современных условиях;

– определить роль срочных финансовых инструментов в формировании предпосылок к развитию мирового финансового кризиса;

– выявить специфику развития и тенденции развития биржевого и внебиржевого сегментов мирового срочного рынка;

– дать характеристику организации и функционирования российского рынка срочных финансовых инструментов – участников сделок, организаторов торговли, обращающихся инструментов, механизмов регулирования;

– разработать методологические подходы и механизмы регулирования российского рынка срочных финансовых инструментов как сложной самоорганизующейся системы, обеспечивающие снижение системных рисков;

– разработать механизмы противодействия манипулированию ценами и использованию инсайдерской информации на российском рынке срочных финансовых инструментов;

– предложить меры по повышению ликвидности и расширению спектра инструментов российского рынка срочных финансовых инструментов.

**Предметом исследования** в диссертационной работе являются экономические отношения, возникающие между профессиональными участниками, регулирующими органами, саморегулируемыми организациями и участниками торгов рынка срочных финансовых инструментов.

**Объект исследования** – рынок срочных финансовых инструментов России, его участники, инструменты, инфраструктура, механизмы регулирования.

**Теоретическую основу** диссертационного исследования составили теория финансов, теория финансовых рынков и финансовых институтов в части теории рыночного равновесия, теории ценообразования на финансовые активы, теории принятия финансовых решений в условиях риска и неопределенности. В диссертационном исследовании использовались фундаментальные труды российских и зарубежных исследователей в области теории и практики организации финансовых рынков, финансового менеджмента и фундаментальные положения о развитии рыночной экономики. Также в работе использовались методологические и прикладные разработки специалистов и профессиональных участников рынка

ценных бумаг и регулирующих органов по проблемам функционирования и регулирования российского рынка срочных финансовых инструментов. Среди них особое место занимают работы, выполненные экспертами Российской торговой системы, Московской межбанковской валютной биржи, Федеральной службы по финансовым рынкам и Центрального Банка России.

**Методологической базой** диссертации являются диалектический, исторический и системный подходы, позволяющие исследовать проблему в целом и отдельные ее вопросы в динамике, взаимосвязи и взаимообусловленности. В диссертационном исследовании использовались методы сравнительного, логического, функционально-структурного, финансового анализа, а также имитационного и графического моделирования изучаемых процессов. Также применялись различные приемы и методы статистико-математического анализа: группировка, сравнение, расчет финансовых коэффициентов. Были задействованы статистические методы, в частности корреляционный анализ и анализ динамических рядов, что позволило выявить взаимосвязности, построить систему оценки состояния срочного финансового рынка и оценить эффективность его функционирования и регулирования.

**Информационной базой** диссертационного исследования послужили законодательные и нормативные акты, регулирующие процессы формирования и обращения срочных финансовых инструментов в России и за рубежом, материалы Федеральной службы по финансовым рынкам, Национальной ассоциации участников фондового рынка, Комитета по собственности Государственной Думы Российской Федерации, данные Министерства финансов, Центрального банка Российской Федерации и Международного банка расчетов. При написании работы использовались научно-практические публикации в периодических изданиях и размещенные в сети Интернет, а также экспертные мнения представителей крупнейших профессиональных участников рынка ценных бумаг Саратовской области.

**Научная новизна** в целом состоит в разработке авторской концепции развития российского рынка срочных финансовых инструментов, позволяющей определить методологические принципы и методы взаимодействия регулирующих органов, профессиональных участников и саморегулируемых организаций, и на этой основе выработать конкретные механизмы повышения эффективности российского рынка срочных финансовых инструментов.

Основные научные результаты и их новизна состоят в следующем:

1) Комплексно раскрыты теоретические основы срочных финансовых инструментов, в частности:

- определено место срочных производных и непроизводных финансовых инструментов в структуре финансового рынка;
- в результате критического анализа существующих теоретических подходов, зарубежного и российского законодательства, а также обычаев делового оборота в области срочных финансовых инструментов дана оценка правомочности использования терминов “срочная сделка”, “производный финансовый инструмент” и “дериватив” и доказана необходимость отказа от первых двух дефиниций в пользу термина “дериватив”;



- предложена авторская трактовка понятия "дериватив" как срочного финансового инструмента, рыночная стоимость которого производна от эффекта владения им, для приобретения которого необходимы лишь небольшие первоначальные вложения и окончательные расчеты по которому осуществляются в будущем;

- уточнены свойства деривативов, которые дополнены свойством повышенного риска совершения операций, являющегося следствием использования участниками торгов кредитного рычага; исследованы существующие подходы к пониманию свойства производности деривативов, доказана необходимость рассматривать свойство производности в зависимости от эффекта их использования; в результате невыполнения свойства производности из группы деривативов предложено исключить некоторые срочные финансовые инструменты (сделки РЕПО, свопы и др.);

- систематизированы, уточнены и ранжированы функции срочных финансовых инструментов, в отдельную группу выделены функции, присущие исключительно деривативам; автор дополнительно выделяет информационную, интегрирующую функции, функцию облегчения территориального и нетипичного перемещения капитала, повышения ликвидности, обеспечения оптимального соотношения между риском и доходностью портфеля и функцию создания новых видов срочных финансовых инструментов;

- на основе анализа существующих классификаций срочных финансовых инструментов и выявления их недостатков предложен и обоснован авторский вариант классификации в соответствии с критериями наличия свойства производности, сложности конструкции и происхождения инструмента.

2) Съедены в единый комплекс и дополнены методологические основы функционирования рынка срочных финансовых инструментов:

- уточнено понятие фиктивного капитала, разработана методика расчета его количественных параметров; выявлена роль срочного финансового рынка в процессах разъединения реального сектора экономики и фиктивного капитала; определены причины, формы проявления и тенденции процессов разъединения фиктивного и реального капитала;

- выявлены системные риски рынка срочных финансовых инструментов (дестабилизирующее влияние на мировую финансовую систему, риски искажения финансовой отчетности, риски расчетных систем и риски ликвидности);

- уточнена и дополнена классификация участников рынка срочных финансовых инструментов, в частности, доказывается, что в основе деления всех участников на спекулянтов, хеджеров и арбитражеров лежат критерии степени принимаемого риска и величины ожидаемого дохода; предложена авторская трактовка каждого вида участников рынка срочных финансовых инструментов;

- определен механизм перемещения стоимости, образованной в реальном секторе экономики, на срочный финансовый рынок; выявлены факторы, влияющие на процессы ценообразования срочных финансовых инструментов; систематизированы модели ценообразования опционов и дана развернутая, содержательная и поэлементная характеристика механизмов формирования доходов участников сделок со срочными финансовыми инструментами; исследованы преимущества и риски совершения сделок на срочном финансовом рынке;

- осуществлен критический анализ существующих моделей взаимодействия срочного и кассового финансовых рынков, выявлены их недостатки, главными из которых являются игнорирование влияния неопределенности и системного подхода при совместном анализе функционирования данных рынков;

- сделан вывод о том, что причиной неопределенности на рынке срочных финансовых инструментов является его повышенная волатильность, обусловленная, в частности, использованием спекулянтами финансового рычага для повышения нормы прибыли; доказано, что в условиях неопределенности в некоторых случаях внешние возмущающие воздействия не могут быть скомпенсированы активностью основных участников торгов, в результате чего рыночное равновесие теряет устойчивость;

- доказано, что рынок срочных финансовых инструментов является открытой самоорганизующейся системой, сделан вывод о необходимости системного регулирования срочного рынка.

3) Систематизированы, уточнены и дополнены методические аспекты использования срочных финансовых инструментов для управления финансовыми рисками:

- дана оценка существующим вариантам классификаций технологий сделок со срочными финансовыми инструментами и предложена авторская классификация на основе двух критериев - отношения участника торгов к риску и вида инструмента; в соответствии с указанными критериями выделены спекулятивные, арбитражные и хеджевые технологии;

- исследованы качественные аспекты и выявлены ограничения спекулятивных технологий сделок со срочными финансовыми инструментами на российском рынке, а именно: доказана нецелесообразность покупки и продажи дальних фьючерсов и опционов и совершения сделок с опционами, имеющими отдаленные цены исполнения; выявлено и обосновано отсутствие разницы в поведении опционов пут и колл при соразмерных колебаниях цен базовых активов на российском срочном рынке;

- осуществлена оценка арбитражных технологий сделок со срочными финансовыми инструментами с точки зрения риска и доходности; выявлены ограничения арбитражных технологий в условиях неразвитости российского фондового рынка; выдвинуты и апробированы предложения по повышению эффективности арбитражных технологий, а именно: доказана низкая эффективность формирования технологий бэк-спрэд и рейтио-спрэд; обоснована возможность совершения арбитражных технологий только с ближними фьючерсами (до истечения которых остается 3 месяца), а также высокая эффективность технологии "горизонтальный спрэд" при использовании опционов с ближайшими и самыми дальними сроками обращения;

- исследованы качественные аспекты хеджевых технологий сделок со срочными финансовыми инструментами, выявлены риски и ограничения совершения хеджевых сделок в условиях неразвитости российского фондового рынка; определены условия повышения эффективности технологий хеджирования: доказано, что в российских условиях для хеджирования позиций на реальном рынке необходимо покупать опционы пут или колл с ближайшими ценами исполнения; обосновано, что для большей эффективности технологии "защита колла



надписанием" необходимо продавать опционы с большой внутренней стоимостью.

4). Определены тенденции развития мирового рынка срочных финансовых инструментов в условиях усиления процессов глобализации и интеграции мировой экономики; определены особенности организации и функционирования российского рынка срочных финансовых инструментов в контексте общемировых тенденций.

- предложена и обоснована этапизация формирования и развития мирового рынка срочных финансовых инструментов; доказано, что в условиях процессов глобализации и интеграции мировой экономики происходит трансформация роли срочного рынка как инструмента хеджирования риска, в результате которой первостепенное значение приобретает функция извлечения сверхприбыли за счет принятия экстремально высокого риска;

- определена роль рынка срочных финансовых инструментов в разворачивании глобального финансового кризиса; в частности, продемонстрирован мультипликационный эффект деривативов и прочих срочных инструментов в протекании кризисных явлений как в мировой, так и в российской финансовых системах; доказано, что истинные причины глобального финансового кризиса кроются не в дефектах срочных финансовых инструментов, а в противоречивом, но объективном развитии капиталистического способа хозяйствования;

- раскрыты и классифицированы основные тенденции мирового рынка срочных финансовых инструментов: инфраструктурные (усиление активности на внебиржевом срочном рынке, коммерциализация, автоматизация, консолидация и универсализация срочных бирж), структурные (рост интереса к срочному рынку в целом, увеличение доли дефолтных деривативов и деривативов на процентные ставки в общем объеме сделок с деривативами, а также включение внебиржевых срочных инструментов в биржевую торговлю) и тенденции в сфере регулирования рынка срочных финансовых инструментов;

- выявлены особенности организации и функционирования российского рынка срочных финансовых инструментов: повышенный риск совершения операций со срочными финансовыми инструментами вследствие низкой ликвидности и узкого спектра обращающихся на российском рынке инструментов, наличие единственной ликвидной срочной биржи РТС, несовершенная система управления рисками бирж (незначительный объем гарантийного фонда биржи, несовершенная процедура закрытия дефолтных позиций, низкие требования к надежности участников клиринга) и доминирующая роль спекулянтов;

- предложены рекомендации по повышению эффективности организации и функционирования российского рынка срочных финансовых инструментов, в том числе: доказана необходимость объединения РТС и Московской межбанковской валютной биржи (ММВБ); разработан механизм управления рисками срочных бирж (привязка значения гарантийного фонда срочной биржи к показателю объема биржевых срочных сделок, увеличение размера гарантийного обеспечения по биржевым срочным инструментам, расширение разрешенных ценовых диапазонов до 20-25 %, ужесточение финансовых требований к принимаемым в клиринговые члены новым участникам торгов в отношении размера собственных средств, периода прибыльной деятельности и др.);

5. Определены методологические и организационные подходы, сформулированы стратегические направления и механизмы формирования эффективной системы регулирования российского рынка срочных финансовых инструментов:

- дана оценка существующей в России четырехуровневой системы регулирования с рынка срочных финансовых инструментов (федеральное законодательство, государственные регуляторы, срочные биржи и саморегулируемые организации) и сделан вывод о том, что она не удовлетворяет требованиям системного подхода, под которым понимается адекватный объем регулирования и ответственности на всех уровнях регулирования и отсутствие пересечений и противоречий в функциях разных уровней регулирования;

- разработаны меры по повышению эффективности системы регулирования российского рынка срочных финансовых инструментов: доказана необходимость внедрения пятого, надведомственного уровня регулирования и определены принципы его работы, функции, объект регулирования; предложено изменить полномочия и принципы организации Федеральной службы по финансовым рынкам (ФСФР), в сферу ответственности которой предложено включить функции сбора первичной отчетности со стороны профессиональных участников фондового рынка относительно их деятельности на срочном рынке, процедуры появления новых срочных финансовых инструментов и надзор за биржевым товарным рынком; повысить роль саморегулируемых организаций (СРО) в процессах по регулированию российского срочного рынка (закрепить за СРО функции экспертного заключения в отношении необходимости и своевременности появления на рынке новых срочных инструментов, передать часть функций по мониторингу, пресечению и наказанию инсайдерских сделок, а также сделок, преследующих цель манипулирования ценами);

- разработан механизм борьбы с распространением инсайдерской информации и манипулированием ценами на российском срочном рынке, включающий ужесточение наказания за использование инсайдерской информации и манипулирование ценами, отказ от закрытого списка способов противоправных действий на рынке ценных бумаг, постоянный мониторинг подозрительных сделок с последующим раскрытием информации о контрагентах таких сделок, изменение регламентации деятельности маркетмейкеров и установление ограничения на максимальную и минимальную цены сделок с деривативами в течение одной торговой сессии;

- предложена двухуровневая система управления ликвидностью российского рынка срочных финансовых инструментов, включающая ФСФР и СРО; выделены основные направления работы государственных регуляторов (снятие ограничений на участие в торгах срочными инструментами отдельных категорий инвесторов, мониторинг и донесение до участников рынка информации о текущем состоянии торгов, сбор информации о методах повышения ликвидности на зарубежных биржах и обсуждение этой информации с ключевыми участниками торгов, продвижение идей срочного рынка посредством обучающих мероприятий, работа над привлечением иностранных участников торгов и вынесение на обсуждение законопроектов, касающихся появления и развития новых срочных инструментов);

- определены направления работы срочных бирж по повышению ликвидности российского рынка срочных финансовых инструментов: принципиальное изменение отношений бирж с маркетмейкерами (компенсация убытков маркетмейкера со стороны срочных бирж в виде бесплатных рекламных мероприятий, широкого освещения деятельности профессионального участника в биржевых вестниках, проведения обучающих семинаров на базе срочной биржи с бесплатным участием представителей маркетмейкеров, а также превышения лимита открытых позиций маркетмейкера), сужение ограничений на максимально допустимое отклонение цены следующей сделки от цены предыдущей сделки, внесение соответствий между параметрами остановки торгов на рынке базового актива и срочном рынке и внедрение системы мгновенной переброски денежных средств с рынка базового актива на срочный рынок.

**Теоретическая и практическая значимость** работы заключается в том, что разработанная автором концепция функционирования и регулирования российского рынка срочных финансовых инструментов развивает теорию финансов в части теории ценных бумаг и теории финансовых рынков и финансовых институтов. Авторские теоретические положения доведены до конкретных методических и практических разработок и рекомендаций, имеющих важное народнохозяйственное значение – обеспечение выполнения срочным рынком функции страхования рисков неблагоприятного изменения рыночной цены базовых активов.

Авторская концепция функционирования рынка срочных финансовых инструментов является основой для построения эффективной системы взаимоотношений между профессиональными участниками рынка ценных бумаг, регулирующими органами, саморегулируемыми организациями и участниками торгов срочными финансовыми инструментами. Данная система обеспечивает повышение эффективности функционирования рынка срочных финансовых инструментов за счет более эффективного выполнения им своих задач.

Разработанные в диссертации научные положения и практические рекомендации могут быть использованы:

- Федеральной службой по финансовым рынкам при выполнении надзорной и контрольной функций за развитием российского рынка срочных финансовых инструментов,
- саморегулируемыми организациями при формировании предложений по изменениям федерального законодательства в области рынка срочных финансовых инструментов,
- организаторами торгов срочными финансовыми инструментами при разработке новых инструментов и правил их обращения,
- органами законодательной власти при разработке правового поля обращения срочных финансовых инструментов,
- предприятиями реального сектора экономики при формировании технологий страхования рисков неблагоприятного изменения рыночных цен производимых, экспортируемых и импортируемых товаров,

- в учебных программах при изучении курсов “Рынок ценных бумаг”, “Финансовые рынки и финансовые институты”, “Финансовый менеджмент”, “Инвестиции”.

**Апробация результатов исследования.** Основные результаты исследования использованы в докладах на международных, всероссийских, региональных и межвузовских научных и научно-практических конференциях (г.Саратов, 2003 г, 2004 г, 2007г., 2009 г.; г. Ижевск, 2008г.; г. Шахты, 2009г.; Пенза, 2009г. )

Наиболее существенные положения и результаты следования нашли свое отражение в публикациях автора общим объемом 45,665 п.л.

Предлагаемые автором практические рекомендации по формированию конкретных технологий совершения сделок с деривативами нашли применение в деятельности инвестиционных компаний “Доходный Дом Инвестора”, “Солид”, “Юнити-Траст”, “Открытие” и “Финам”.

Основные теоретические разработки используются в учебных программах кафедры финансов Саратовского государственного социально-экономического университета по следующим дисциплинам: “Финансовый менеджмент”, “Инвестиции”, “Иностранные инвестиции”, “Рынок ценных бумаг”, “Рынок ценных бумаг зарубежных стран”.

**Объем и структура работы.** Цель и задачи исследования определили структуру диссертационной работы. Диссертация состоит из введения, пяти глав и заключения. Список использованной литературы содержит 280 источников. В работе представлено 37 рисунков, 13 таблиц и 3 приложения.

## **ОСНОВНЫЕ ИДЕИ И ВЫВОДЫ ДИССЕРТАЦИИ, ВЫНОСИМЫЕ НА ЗАЩИТУ**

Проведенное диссертационное исследование, а также основные идеи, выводы и рекомендации, выносимые на защиту, условно разделены на пять логически взаимосвязанных групп теоретических, методологических и организационно-прикладных проблем.

**В первую группу** входят проблемы, связанные с теоретическим анализом инструментов срочного финансового рынка.

В диссертации осуществлен анализ структуры финансового рынка и определено место срочных производных и непроизводных финансовых инструментов в данной структуре. При этом сделан вывод о том, что срочные финансовые инструменты, являющиеся объектом обращения на срочном рынке, по своему разнообразию, номинальной стоимости и объемам торгов преобладают над всеми другими инструментами мирового финансового рынка. Доказано также, что в структуре срочного рынка сегмент производных занимает значительную долю как по количеству существующих инструментов и по величине номинальной стоимости.

Критический анализ существующих взглядов на срочные финансовые инструменты позволил сделать вывод о том, что в мировой практике до сих пор не выработано единого подхода к пониманию сущности инструментов срочного финансового рынка. В частности, законодательства разных стран предлагают относить к срочным инструментам и особые виды сделок, и вид договоров, и осо-

бые виды ценных бумаг. В российском законодательстве не только нечетко отражена сущность срочных финансовых инструментов, но и отсутствует даже общепринятый термин для обозначения группы производных инструментов срочного рынка. Следствием отсутствия общепризнанного понятия и определения являются пробелы в сферах развития и регулирования российского срочного рынка. Так, нерешенными остаются вопросы отнесения срочных инструментов к тому или иному субъекту регулирования, налогообложения реальных поставок базовых активов, порядка внедрения в обращение новых инструментов.

В результате глубокого анализа существующих теоретических подходов, обычаев делового оборота и законодательств стран, чье финансовое право наиболее приближено к российскому, автор пришел к выводу о необходимости отказа от часто встречающихся терминов "срочная сделка" и "производный финансовый инструмент" и сделал выбор в пользу термина "дериватив" для обозначения группы производных инструментов срочного финансового рынка. Это обусловлено:

- некорректностью использования термина "срочная сделка" ввиду того, что, во-первых, не все срочные сделки обладают свойствами производности (например, свопы, сделки РЕПО, договоры кредитования, хранения, перевозки и др.), во-вторых, данный термин отсутствует в законодательстве целого ряда европейских стран;

- сложностью использования термина "производные финансовые инструменты", требующего дополнительного уточнения понятия "финансовый инструмент", которое отсутствует в российском законодательстве;

- лаконичностью термина "дериватив" и его распространенностью в российской деловой практике;

- использованием термина "дериватив" (derivative) в англоязычной научной литературе и законодательстве, а также в наиболее близком к российскому германском праве.

Под деривативом в работе предложено понимать срочный финансовый инструмент, рыночная стоимость которого производна от эффекта владения им, для приобретения которого необходимы лишь небольшие первоначальные вложения и окончательные расчеты по которому осуществляются в будущем. Данное определение позволяет устранить большинство недостатков и недоработок теоретических исследований и российского законодательства в этой сфере. Его научная ценность состоит в том, что, во-первых, предлагаемое определение подразумевает открытый перечень базовых активов (т.е. не указаны конкретные активы, которые могут быть в основе деривативов). Это решает проблему отнесения к деривативам распространенных сегодня инструментов с такими базовыми активами как процентные ставки, индексы цен, кредитные ресурсы, экономические данные и др., определения которых отсутствуют в российском законодательстве. Таким образом, удалось избежать порочной практики определения термина через другие термины, которые, в свою очередь, сами нуждаются в определении. Открытый перечень базовых активов означает значительное расширение возможностей рынка деривативов и направлений его развития.

Во-вторых, в авторском определении учитывается, что рыночная стоимость деривативов производна не только от стоимости базового актива, но и от иных,

нестойких характеристик, в том числе и от эффектов - выплаты по деривативу основаны на эффективности базисного актива. Данное положение во многом облегчает понимание сущности процессов ценообразования на рынке срочных финансовых инструментов.

В-третьих, предлагаемое определение учитывает все свойства деривативов, которые автор считает ключевыми - срочность, производность и повышенный риск.

Исследованию свойств срочных финансовых инструментов в работе уделено особое внимание в силу дискуссионности этого вопроса. Большинство авторов в качестве важнейших свойств деривативов называют производность, которая представляет собой зависимость финансового результата сделки от динамики рыночной цены базового актива, и срочность, которая основана на протяженности во времени исполнения сделки и расчетов по ней, что лежит в основе разделения реального (спот) и срочного рынков. А.Б. Фельдман выделяет единство самостоятельных свойств срочности и производности, которое (единство) и создает деривативы. Однако некоторые авторы (В.А. Галанов) выступают против выделения срочности как свойства производных, полагая, что включение срочности в их ключевые характеристики ограничивает спектр этого вида инструментов. На наш взгляд, как производность, так и срочность являются важнейшими свойствами деривативов. Если какая-то из этих характеристик отсутствует, то такие инструменты не могут быть отнесены к деривативам. Если же срочный финансовый инструмент обладает свойством срочности, но лишен свойства производности, то он не может быть отнесен к деривативам. Так, по причине отсутствия свойства производности автор считает некорректным отнесение таких срочных инструментов как сделки РЕПО, СВОПы, облигации, договоры хранения, кредитования и некоторые другие.

В работе осуществлен анализ существующих подходов к пониманию свойства производности деривативов. В рамках узкого подхода производность рассматривается как зависимость от цены базового актива или иных, нестойких характеристик. Широкий подход рассматривает производность деривативов как зависимость от эффектов их применения. При этом в работе обоснована необходимость толкования производности с позиций широкого подхода.

Помимо срочности и производности одним из ключевых свойств деривативов автор считает повышенный риск инвестиций в эти финансовые инструменты. Данное свойство не нашло должного анализа в российской научной литературе, что значительно искажает представление о прикладных характеристиках данного инструмента. Как следует из предложенного выше определения деривативов, повышенный риск совершения сделок с этими инструментами является следствием того, что для их приобретения необходимы незначительные (по сравнению с ценой самого дериватива) первоначальные вложения (использование финансового рычага или кредитного плеча).

Теоретический анализ инструментов срочного финансового рынка автор продолжает, исследуя их функции. Несмотря на то, что еще Дж. Кейнс предпринял попытку выделить функции срочных финансовых инструментов, до сих пор остаются нерешенными проблемы их спектра, иерархии, а также разделения на функции, присущие всем инструментам срочного рынка и исключительно деривативам.



вативам. Критический анализ работ российских и зарубежных исследователей показывает, что в качестве функций срочных финансовых инструментов обычно выделяют функции хеджирования и извлечения спекулятивной прибыли. Особо стоит отметить, что функция хеджирования является исключительной, так как ее выполнение не обеспечивается другими инструментами, например основными (не производными) ценными бумагами. Наряду с хеджированием автор дополнительно выделяет следующие функции срочных финансовых инструментов:

- информационную, которая заключается в том, что срочные финансовые инструменты определяют рыночную цену базовых активов;

- интегрирующую, которая присуща срочным финансовым инструментам в силу того, что в качестве базовых активов могут выступать и финансовые (процентные ставки, индексы, экономические данные) и реальные активы (товары, акции), что предполагает возможность хеджирования широкого спектра социальных и технологических рисков глобальной экономики. Перераспределение капитала с реальных рынков на срочный и наоборот способствует их интеграции;

- облегчения территориального и нетипичного перемещения капитала: срочные финансовые инструменты облегчают географическое перемещение капитала, например, при его перетоке на более ликвидные, развитые и прибыльные рынки. Также срочные финансовые инструменты могут быть использованы при страховании и перестраховании (дефолтные свопы), осуществляемом за пределами страны страховщика или на смежных рынках;

- повышения ликвидности и эффективности финансового рынка, что обеспечивается, в первую очередь, деятельностью спекулянтов, покупающих активы для перепродажи, и арбитражеров, чья цель состоит в извлечении прибыли за счет временных рыночных несоответствий;

- обеспечения оптимального соотношения между риском и доходностью портфеля, поскольку включение в инвестиционный портфель срочных финансовых инструментов позволяет хеджировать риск сильных неблагоприятных колебаний рыночных цен базовых активов;

- функцию создания новых видов срочных финансовых инструментов; ежегодно на срочном рынке возникает множество сложных фьючерсных и опционных стратегий, которые, доказав свою эффективность на рынке, превращаются в самостоятельный гибридный срочный инструмент.

Рассмотрев функции инструментов срочного рынка необходимо отдельно выделить функции, присущие только деривативам по причине обладания ими таких специфических свойств как производность и возможность принимать на себя повышенный риск. Прямым следствием данных свойств являются следующие функции деривативов:

- спекулятивная функция выражается в том, что деривативы позволяют спекулянтам открывать позиции, объем которых в десятки и даже сотни раз превышает размер средств участников торгов;

- арбитражная функция, выполнение которой возможно в случаях, когда два актива имеют не просто разные цены, но и имеют при этом одинаковые денежные потоки. Кроме того, возможности для арбитража возникают при соблюдении следующего условия: актив, цена которого в будущем известна, не торгуется по фьючерсной цене с дисконтом по безрисковой процентной ставке.

В диссертации приводится обоснование того, что первостепенное значение принадлежит функциям страхования финансовых рисков и совершения высоко-спекулятивных сделок. При этом доказывается отсутствие противоречия между этими функциями: в зависимости от отношения к риску участники торгов деривативами имеют возможность как минимизировать риск, так и принимать его на себя ради получения высокой нормы прибыли.

Бурное развитие срочного рынка привело к формированию большого количества новых срочных финансовых инструментов. В этой связи особую актуальность приобретает проблема классификации срочных финансовых инструментов, что подтверждено в Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года. В работе предложен авторский вариант критериев выделения групп срочных финансовых инструментов из всего их многообразия (табл. 1).

**Таблица 1. Классификация видов срочных финансовых инструментов**

Опционы			Фьючерсы				Кредитные		Иные
Вид права			Способ расчетов				Назначение		Погодные, гибридные, экзотические и пр.
Колл	Пут		Расчетные				Хеджирование (Credit default swap)	Секьюритизация (Collateral debt obligation)	
Временной период			Расчет- ные	Поста- вочные					
Американ- ский	Европей- ский	Азиатский	Вид актива						
Права-обязанности									
Обращающиеся		Необращающиеся	Про- цент ные	Ин- декс ные	На цен ных бу- маги	То- вар- ные			
Подход участников торгов к определению цен									
Классические	Экзотические								

Предложенная классификация обладает следующими преимуществами по сравнению с рассмотренными в работе аналогами:

1) открытый список срочных финансовых инструментов, позволяющий отнести к одной из предложенных групп новые инструменты;

2) оптимальные критерии для классификации - сложность конструкции и происхождение инструмента. Автор отказался от использования базиса инструмента и критерия обращаемости на биржевых площадках как основы для классификации, поскольку использование базиса делает классификации громоздкими и наносит вред структурности, а обращаемость на биржевых площадках не может служить критерием классификации срочных финансовых инструментов, поскольку в настоящее время все больше внебиржевых инструментов получают доступ к обращению на биржах;



3) емкость, поскольку предложенная классификация, несмотря на лаконичность и четкость, является достаточно емкой и включает самые используемые на сегодняшний день срочные финансовые инструменты;

4) соответствие требованиям авторского определения деривативов, что не позволило включить в данную группу свопы (кроме дефолтного) и сделки РЕПО;

5) простота и понятность, что является следствием всех вышеизложенных преимуществ;

6) возможность использования данной классификации для реализации задач, содержащихся в Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года.

**Вторая группа проблем**, исследуемых в диссертации, связана с методологическими основами функционирования рынка срочных финансовых инструментов, которые были раскрыты и сведены в единый комплекс.

В работе уточнено понятие фиктивного капитала, а также разработана методика расчета его количественных параметров, в частности, сделан акцент на том, что при расчете показателя капитализации фиктивного капитала необходимо включать срочный финансовый рынок, который, как доказывается в диссертационной работе, по своим масштабам значительно превосходит рынок базовых активов. В ходе анализа процессов взаимодействия фиктивного капитала и рынка реальных ценностей определены причины, формы проявления и тенденции процессов их разъединения. Среди причин гипертрофированного роста фиктивного капитала по сравнению с рынком реальных ценностей выделены субконтрактация (перенесение хозяйственной деятельности в другие, чаще всего развивающиеся страны), новые методы оценки справедливой стоимости ценных бумаг, главенство неолиберальной идеологии.

Исследованы процессы взаимного влияния и каналы негативного воздействия фиктивного капитала на реальный сектор, среди которых наиболее важную роль играют концентрация капитала в финансовом секторе, аллокация ресурсов (материальных, финансовых, трудовых) в пользу фиктивного капитала и рост рисков и нестабильности в реальном секторе экономики за счет меняющейся конъюнктуры на рынке финансового капитала.

Негативное воздействие фиктивного капитала на реальный сектор экономики производит наибольший разрушительный эффект в периоды финансовых кризисов, когда участники срочного рынка вызывают самоусиливающийся и самоподдерживаемый тренд, уводящий систему от состояния равновесия. В результате актуализируются системные риски срочного рынка. Среди таких рисков автором были выделены и проанализированы следующие:

- риски дестабилизирующего влияния на мировую финансовую систему, которые являются следствием того, что участники срочного рынка имеют возможность совершать операции на суммы, значительно превышающие размеры их торговых счетов и даже собственных средств;

- риски искажения финансовой отчетности, заключающиеся в том, что срочные финансовые инструменты позволяют корректировать финансовую отчетность компаний с целью манипулирования рыночными ценами их акций, обращающихся на биржевых рынках;

- риски расчетных систем и ликвидности, заключающиеся в том, что в случае экстремально высокой ценовой волатильности даже самая надежная расчетная система оказывается не в состоянии обеспечить исполнение обязательств участников торгов друг перед другом.

В результате, при изменении внешней среды рынок срочных финансовых инструментов не всегда способен вернуться в изначальное равновесное состояние, что подтверждается поведением реальных финансовых рынков в период мирового финансового кризиса 2008-2009 годов. Проведенный анализ рисков говорит о необходимости ужесточения регулирования рынка срочных финансовых инструментов, основанного на системном подходе.

При исследовании методологических основ функционирования рынка срочных финансовых инструментов ключевое значение имеет характеристика его участников. В соответствии с выделенными ранее ключевыми функциями срочных финансовых инструментов (управления рисками и спекулятивная) можно выделить две крупнейшие группы участников срочного рынка – хеджеры и спекулянты. Данные группы участников упоминаются почти во всех работах, посвященных срочному рынку. Однако приведенные там определения нуждаются в уточнении, так как не позволяют провести четкие границы между группами участников. Мы исходим из того, что в основе специфики деятельности различных групп участников рынка срочных финансовых инструментов лежит чувствительность к риску и ожидаемая доходность. Хеджеры перекладывают риск неблагоприятной рыночной конъюнктуры на другое лицо, неся при этом небольшие расходы. Спекулянты, наоборот, принимают на себя риск (иногда неограниченный) с целью получить значительное вознаграждение в случае благоприятной ценовой динамики.

В качестве одной из функций срочных финансовых инструментов была выделена и функция облегчения территориального и нетипичного перемещения капитала. С помощью срочного рынка можно оперативно реагировать на временные рыночные несоответствия на отдельных сегментах финансового рынка и получать доход за счет низкорисковых операций. В соответствии с этим под арбитражерами понимаются те участники сделок со срочными финансовыми инструментами, которые используют временные рыночные несоответствия для получения небольшого, но высоковероятного дохода.

Представленная классификация участников срочного рынка основана на критерии чувствительности к риску, что позволяет решить следующие задачи:

- 1) определить цель, которую ставит перед собой тот или иной участник рынка срочных финансовых инструментов (извлечение спекулятивной, арбитражной прибыли или управление риском),

- 2) осуществить четкое сегментирование участников рынка на три группы – спекулянты, арбитражеры и хеджеры,

- 3) определить степень потенциальных рисков и потенциальной доходности участников рынка,

- 4) определить влияние каждой группы на качественные и количественные характеристики рынка срочных финансовых инструментов.

В дальнейшем данная классификация использована при построении модели функционирования рынка срочных финансовых инструментов, а также при

анализе механизма трансформации деривативов из инструмента управления риском в инструмент получения сверхприбыли.

Вне зависимости от принадлежности к той или иной группе, участники сделок со срочными финансовыми инструментами сталкиваются с проблемой определения их справедливой стоимости. В диссертационной работе доказывается, что процессы ценообразования на срочном финансовом рынке отличны от аналогичных процессов на рынках других товаров и финансовых инструментов. Экономическая ценность товаров, обращающихся на финансовых рынках, определяется ценностью денежного потока, сопряженного с данным товаром. Стоимость, первоначально созданная в реальном секторе экономики, распределяется и перераспределяется в финансовом секторе, который сам по себе не создает никакой стоимости. То есть рынок срочных финансовых инструментов как важнейший сегмент финансового рынка, сам не создает новой стоимости, но аккумулирует переданную ему из реального сектора экономики стоимость, принимая тем самым участие в процессах перераспределения капитала. В ходе анализа свойства производности деривативов, автор пришел к выводу, что меновая стоимость инструментов срочного финансового рынка зависит от эффекта их применения. Следовательно, колебания стоимости отражают изменения в ожиданиях будущих денежных потоков владельцев данных инструментов. Из этого можно сделать следующий вывод: принимая решение о целесообразности совершения сделки с инструментом срочного финансового рынка и действуя рационально, участник торгов согласится на такую цену, которая будет отражать равенство его затрат и будущих денежных потоков, обеспечиваемых данным инструментом. То есть, определив величины будущих денежных потоков и скорректировав их на степень риска, уровень инфляции и ряд других переменных, можно вычислить справедливую стоимость срочного финансового инструмента. Данные задачи призваны решить математические методы ценообразования на рынках срочных финансовых инструментов.

В целях решения данных задач в диссертационной работе исследованы существующие методы оценки справедливой стоимости срочных финансовых инструментов на примере расчета опционной премии. Доказав, что модель ценообразования опционов Блэка-Шоулза является наиболее объективной из существующих, автором были выявлены недостатки данной модели (не учитывает взимаемую за совершение сделок комиссию и другие расходы, например, налогообложение; не учитывает возможность получения дивидендов; исключает вариант отказа от исполнения опциона; предполагает неизменность уровня процентных ставок на протяжении всего времени жизни опциона; содержит предположение о логнормальном распределении движения курса акций, что далеко не всегда имеет место; использует исторические данные для получения прогнозных значений будущих цен акции; не учитывает ожидаемую доходность от переоценки ценной бумаги) и определены пути их устранения: включение в расчеты числовых оценок рисков и такого фактора как скачкообразность изменения цены базового актива. Среди рисков, подлежащих учету в процессах ценообразования на рынке срочных финансовых инструментов были выделены следующие:

1) высокий риск совершения операций с большим финансовым рычагом. На мировом срочном рынке соотношение собственных и заемных средств нередко

превышает соотношение 1 к 100. Таким образом, движение цены против позиции участника торгов на 1% (что довольно часто имеет место даже на развитых срочных финансовых рынках) приводит к полной потере его средств и, как следствие, невозможности исполнить свои обязательства перед контрагентами;

2) ограничения колебаний цен и изменений уровня минимальной маржи. Суть данного риска кроется в том, что при сильных ценовых колебаниях срочные биржи приостанавливают торги на определенное время. За этот период цены базовых активов могут измениться в неблагоприятном для участника сделки со срочным инструментом направлении. Кроме того, срочные биржи вправе значительно (в разы) повышать требуемые уровни гарантийного обеспечения, в результате чего участники торгов сталкиваются с вынужденной необходимостью за короткий период времени изыскать дополнительные денежные средства или закрывать позиции;

3) низкая ликвидность некоторых видов срочных финансовых инструментов. Особенно данный риск актуален для развивающихся срочных рынков, к которым относится и российский. Автор показал, что ликвидными фьючерсными контрактами в России являются менее 10 инструментов, что существенно ограничивает возможности российских участников срочного рынка;

4) узкий спектр торгуемых на фьючерсном сегменте развивающихся рынков инструментов, в результате чего представители реального сектора экономики лишены возможности хеджировать свои риски с помощью срочного рынка;

5) отсутствие возможности заключать инвестиционные сделки, ввиду невысоких сроков (от месяца до шести месяцев) существования ликвидных инструментов;

6) позиционный лимит, означающий запрет со стороны срочных бирж на открытие крупной позиции каждым отдельным участником торгов.

Анализ поведения отдельных участников рынка срочных финансовых инструментов является основой исследования их совместного влияния на процессы установления равновесия между кассовым и срочным рынками. Из всех существующих вариантов моделей равновесия наиболее релевантной является модель, предложенная И. Дарушиным<sup>2</sup>, которая доказывает присутствие совместного влияния между срочным и кассовым рынками, наличие прямой зависимости между срочной и кассовой ценами, а также устойчивость рыночного равновесия к экзогенным факторам. Однако данная модель не учитывает такого важного фактора, как неопределенность, в условиях которой действуют участники реального и срочного рынков. Распространение модели на случай неопределенности позволяет глубже понять сущность эффективного сочетания ожиданий и действий экономических агентов. Кроме того, в работе доказывается, что выводы модели И. Дарушина меняются в случае применения системного подхода к анализу срочного рынка, в рамках которого этот рынок рассматривается как сложная открытая самоорганизующаяся система, находящаяся в постоянном развитии и характеризующаяся существованием критических уровней, где система имеет более одного положения равновесия. При преодолении критических уровней (точек

---

<sup>2</sup> См.: Дарушин И. Теоретические основы функционирования срочного рынка и его социально-экономическая роль // Рынок ценных бумаг. 2003. № 4.

бифуркации) даже незначительное изменение одного или нескольких входных параметров может привести к резкой смене состояний системы. По мнению автора:

1) рынок срочных финансовых инструментов как сложная самоорганизуемая система может находиться в состоянии неустойчивости, однако это свойство не обеспечивает системе способность возвращаться к исходному состоянию, даже после прекращения действия внешних возмущающих факторов;

2) без должного регулирования рынок срочных финансовых инструментов будет развиваться в том направлении, которое обеспечит ему наименьшее сопротивление со стороны внешней среды;

3) рынку срочных финансовых инструментов нельзя навязывать не свойственные ему формы организации; определив направление развития системы, регулятор должен согласовывать свои воздействия на систему с ее собственными тенденциями, но не увеличивать силу своего воздействия с целью добиться нужного результата.

Возмущающие факторы лишь до определенной меры оказывают на рынок срочных финансовых инструментов обратимое влияние. При сильном и продолжительном воздействии возмущающих факторов поведение арбитражеров, хеджеров и спекулянтов принимает контрпродуктивный рыночному равновесию вид. Так, при обвальном характере снижения цен на срочном рынке даже очень значительная величина бэквардейшн (цены на срочном рынке ниже, чем цены на рынке соответствующего базового актива) не способна заставить участников торгов покупать фьючерсы и двигать тем самым кривую спроса вверх. При этом большой финансовый рычаг приводит к тому, что часть длинных позиций спекулянтов подлежит принудительному закрытию, в результате чего величина бэквардейшн только увеличивается. Падение цен на срочном рынке при одновременной стабилизации или даже росте цен на кассовом рынке (где величина финансового рычага меньше в разы) теоретически может продолжаться до момента достижения ценами нулевой отметки, так как вынужденные продажи, осуществляемые биржевыми посредниками, приводят к новому снижению цен и, следовательно, новому витку принудительных продаж. На практике неконтролируемое падение цен на рынке срочных финансовых инструментов останавливается только после вмешательства регулирующих органов, которые либо приостанавливают торги и дают возможность участникам рынка довести наличные денежные средства в целях увеличения уровня маржи, либо осуществляют прямые интервенции, скупая срочные финансовые инструменты и поддерживая тем самым выбранный ценовой уровень.

В работе продемонстрировано, каким образом поведение отдельных участников торгов оказывает негативное влияние на формирование равновесия между кассовым и срочным рынками.

**Третья группа проблем**, поднимаемых в диссертации, охватывает методические основы использования срочных финансовых инструментов в качестве инструментов управления финансовыми рисками и доходностью.

В диссертации проведено детальное исследование работ отечественных и зарубежных авторов и предложена авторская классификация многообразных технологий сделок со срочными финансовыми инструментами (прежде всего - дерив-

вативами), используемых участниками рынка в ходе своей инвестиционной деятельности с целью получения спекулятивной прибыли, ограничения риска или его полной нейтрализации. По нашему мнению, наиболее важным критерием классификации сделок с деривативами является степень принимаемого риска, в соответствии с которым в работе были выделены спекулятивные, арбитражные и хеджевые технологии сделок с деривативами (рис.1). Предложенная классификация имеет ряд преимуществ.

1. В основе авторской классификации лежит отношение участников торгов к риску; следовательно, четко прослеживается задача каждой технологии – принятие риска на себя, избавление от риска или его минимизация.

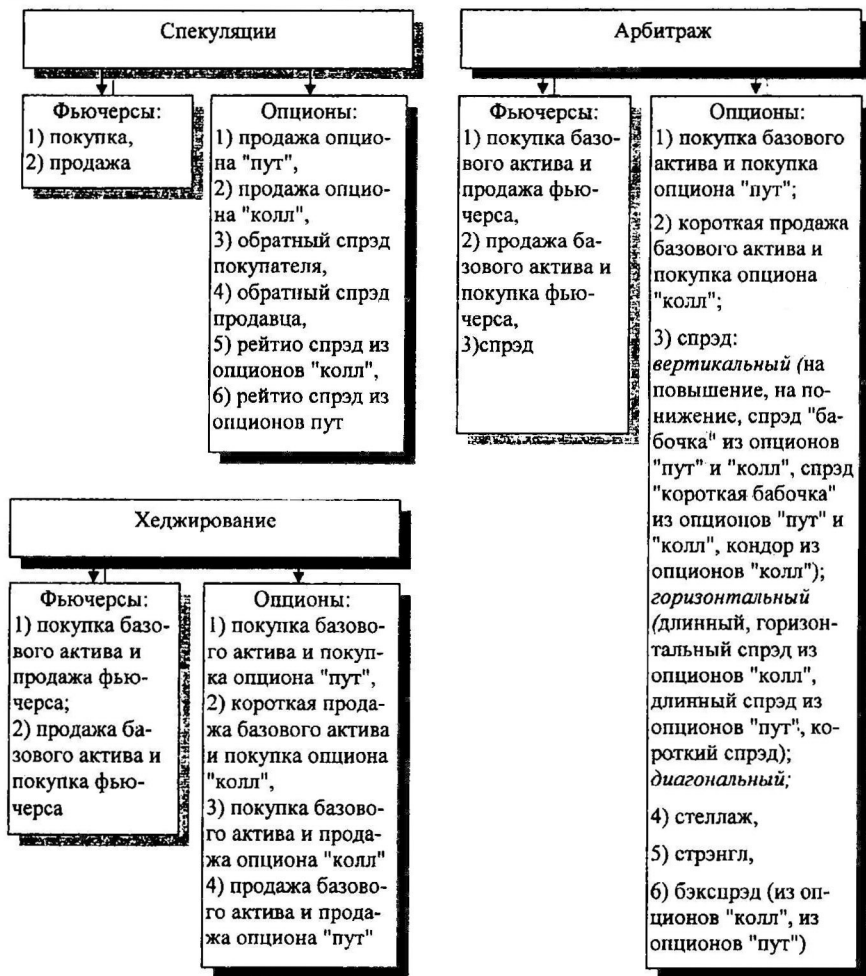


Рис.1. Классификация деривативных технологий



2. Данная классификация не нагромождена, она имеет четкие критерии – отношение к риску и виды деривативов.

3. Представленная классификация позволяет каждой группе технологий операций с деривативами присвоить свою степень потенциального риска и доходности. Спекулятивные технологии имеют неограниченный риск, арбитражные и хеджевые – ограниченный. Причем при составлении классификации был сделан акцент на величину принимаемого риска. Данные градации имеют и практический смысл, например, при разработке инвестиционных стратегий коллективных и индивидуальных доверительных управляющих.

4. Данная классификация деривативных технологий является открытой. При классификации видов деривативов уже был сделан акцент на том, что закрытый список инструментов порочен по той причине, что ежегодно появляется множество новых видов этих инструментов. Прогресс в разнообразии касается не только видов деривативов, но и видов технологий с ними. В зависимости от степени принимаемого риска любая новая технология может быть с легкостью отнесена к тому или иному виду технологий в нашей классификации.

В работе разработаны методические рекомендации по применению технологий сделок с деривативами с учетом рассмотренной ранее специфики российского рынка деривативов. Анализ результатов опроса, проведенного среди профессиональных участников рынка ценных бумаг Саратовской области, позволил выделить и систематизировать ограничения в поведении российских участников рынка деривативов, связанные с его неразвитостью и низкой ликвидностью, а именно:

1) отказ от покупки и продажи фьючерсов и опционов, имеющих отдаленные цены исполнения. В работе доказано, что низкая ликвидность российского рынка деривативов накладывает ограничения на использование данных технологий ввиду значительных ценовых спредов;

2) при соразмерных колебаниях цен базовых активов на российском рынке деривативов, отсутствует разница в поведении опционов пут и колл, из чего следует, что опционы пут будут сохранять временную стоимость также долго, как и опционы колл. Полученный вывод противоречит общепринятой точке зрения на то, что спекулятивная продажа опциона пут более выгодна, чем продажа опциона колл;

3) на российском рынке деривативов экономически нецелесообразно формировать технологии бэк-спред и рейтио-спред. Данные технологии предполагают совершение сделок с опционами, имеющими отдаленные во времени цены исполнения, однако низкая ликвидность российского рынка деривативов не позволит совершить сделку с такими опционами без ощутимых потерь за счет большого ценового спреда;

4) арбитражные технологии в условиях российского рынка возможны лишь с ближними фьючерсами, до истечения которых остается 3 месяца, так как ликвидность инструментов с более отдаленными сроками исполнения не позволит совершить сделку без значительных потерь за счет спреда;

5) технология "горизонтальный спред" осуществима, с одной стороны, лишь с ближними опционами, до истечения которых остается не более 10 дней, а с другой – более дальними опционами, в период минимум через 15 дней после на-

чала их обращения. В диссертации доказано, что в первые 15 дней обращения опциона низкая ликвидность не позволит арбитражеру сформировать технологию спрэд;

6) для хеджирования позиций на реальном рынке нужно покупать опционы пут или колл с ближайшими ценами исполнения. Более отдаленные цены исполнения связаны с большими потерями ввиду значительных спрэдов между биржевыми ценами покупки и продажи опционов, что является следствием неразвитости российского рынка деривативов;

7) для большей эффективности технологии "защита колла надписанием" нужно продавать опционы с большой внутренней стоимостью, так как чем выше величина внутренней стоимости, тем большую «просадку» рыночной цены базового актива хеджер может себе позволить.

8) отказ от покупки и продажи фьючерсов и опционов, имеющих отдаленные цены исполнения. В работе доказано, что низкая ликвидность российского рынка деривативов накладывает ограничения на использование данных технологий ввиду значительных ценовых спрэдов;

9) при соразмерных колебаниях цен базовых активов на российском рынке деривативов, отсутствует разница в поведении опционов пут и колл, из чего следует, что опционы пут будут сохранять временную стоимость также долго, как и опционы колл. Полученный вывод противоречит общепринятой точке зрения на то, что спекулятивная продажа опциона пут более выгодна, чем продажа опциона колл;

10) на российском рынке деривативов экономически нецелесообразно формировать технологии бэк-спрэд и рейтио-спрэд. Данные технологии предполагают совершение сделок с опционами, имеющими отдаленные во времени цены исполнения, однако низкая ликвидность российского рынка деривативов не позволит совершить сделку с такими опционами без ощутимых потерь за счет большого ценового спрэда;

11) арбитражные технологии в условиях российского рынка возможны лишь с ближними фьючерсами, до истечения которых остается 3 месяца, так как ликвидность инструментов с более отдаленными сроками исполнения не позволит совершить сделку без значительных потерь за счет спрэда;

12) технология "горизонтальный спрэд" осуществима, с одной стороны, лишь с ближними опционами, до истечения которых остается не более 10 дней, а с другой - более дальними опционами, в период минимум через 15 дней после начала их обращения. В диссертации доказано, что в первые 15 дней обращения опциона низкая ликвидность не позволит арбитражеру сформировать технологию спрэда;

**Четвертая группа проблем** охватывает анализ тенденций развития мирового рынка срочных финансовых инструментов в условиях глобализации мировой экономики и особенностей организации и функционирования российского рынка срочных финансовых инструментов в контексте общемировых тенденций.

В диссертационной работе выделены пять этапов становления и развития мирового рынка срочных финансовых инструментов и дана подробная характеристика каждого этапа. Автор доказывает, что четвертый этап (1970-1998 гг.) стал переломным, поскольку именно в этот период произошла трансформация роли



срочных финансовых инструментов - из инструмента страхования риска неблагоприятного изменения рыночной стоимости базового актива они превратились в инструмент извлечения сверхприбыли за счет совершения высокорисковых операций. Таким образом, одна функция срочных финансовых инструментов уступила доминирование другой их функции.

Анализ текущего этапа позволил раскрыть роль срочных финансовых инструментов в развитии глобального финансового кризиса. Рассмотрев условия возникновения и механизм реализации кризисных явлений, автор пришел к выводу, что срочные финансовые инструменты (прежде всего – деривативы на ипотечные ценные бумаги, а также некоторые срочные непроизводные инструменты) сыграли роль мультипликатора развития кризиса по причине выделенной ранее трансформации роли и смены приоритетов функций срочных финансовых инструментов. В работе обосновывается несостоятельность позиций некоторых авторов, призывающих к значительному сокращению или даже полной ликвидации сегмента деривативов срочного финансового рынка и доказывается, что снижение степени и масштабов данного негативного воздействия связаны с устранением недостатков и диспропорций регулирования финансовых рынков и не должно быть ассоциировано с запретом на обращение отдельных видов инструментов срочного рынка.

Полученные в ходе предшествующего анализа выводы были использованы при классификации основных тенденций развития современного мирового срочного финансового рынка, его биржевого и внебиржевого сегментов. Главной инфраструктурной тенденцией является усиление активности на внебиржевом срочном рынке, торговля на котором сопряжена с рисками неисполнения контрагентами своих обязательств. Однако отсутствие государственного регулирования внебиржевого рынка и его способность оперативно реагировать на потребности участников торгов стали причиной того, что большая доля сделок в настоящее время заключается вне биржевых систем.

Среди других инфраструктурных тенденций в работе выделена коммерциализация срочных бирж. Потребность в привлечении дополнительного финансирования вынуждает фондовые биржи принимать открытую рыночную форму управления, коммерциализировать свою деятельность и выводить свои акции на открытый рынок. Автор отмечает, что очевидным положительным последствием этого является повышение заинтересованности менеджмента бирж в высоком результате своей деятельности, что способствует росту эффективности функционирования бирж, снижению комиссионных издержек, расширению спектра услуг, внедрению современных технологий. В то же время, в результате коммерциализации бирж на фондовом рынке появляется все большее число высокорисковых, а нередко и просто мошеннических финансовых инструментов.

Третья выявленная в диссертации инфраструктурная тенденция мирового рынка срочных финансовых инструментов - это усиление процессов консолидации и укрупнения биржевого бизнеса. Анализ показал, что консолидация носит как вертикальный (охватывает родственные биржевые процессы), так и горизонтальный (предоставление более широкого спектра услуг) характер. Автор отмечает, что горизонтальная интеграция имеет своим следствием рост ликвидности биржевого срочного рынка, так как приводит к снижению комиссионного возна-

граждения для участников торгов. Такое же влияние имеет и вертикальная интеграция - за счет более широкого спектра услуг в рамках одного организатора торговли клиент биржи несет меньшие издержки.

Четвертой выделенной в работе тенденцией стала автоматизация биржевой торговли, проявляющаяся в переводе бирж на автоматическую систему подачи и исполнения заявок. Следствием автоматизации торговли срочными финансовыми инструментами является, с одной стороны, ускорение процесса заключения сделок и, следовательно, рост объемов торгов и ликвидности рынка; с другой - накопление скрытых системных рисков за счет увеличения номинального объема взятых не себя участниками торгов необеспеченных обязательств.

В качестве пятой инфраструктурной тенденции мирового рынка срочных финансовых инструментов автор выделил универсализацию биржевой торговли, суть которой состоит в том, что одна биржа организует торговлю несколькими инструментами и на нескольких сегментах рынка одновременно. В работе отмечается, что универсальная биржа повышает свою конкурентоспособность за счет следующих преимуществ:

- снижения издержек для клиентов биржи (участников торгов и эмитентов),
- унификации биржевых правил и создания единой торговой и расчетной системы,
- удобства для участников торгов, которые торгуют на одной универсальной бирже разными финансовыми инструментами и, следовательно, могут применять более сложные торговые стратегии.

Кроме того, по мнению автора, универсализация бирж выгодна, поскольку она позволяет:

- планировать единую, согласованную стратегию дальнейшего развития финансового рынка;
- вести мониторинг сделок на предмет манипулирования ценами и использования инсайдерской информации;
- равномерно распределить риски бирж по разным сегментам финансового рынка.

В качестве структурных тенденций в работе отмечен, прежде всего, рост интереса к срочному рынку в целом, проявляющийся в увеличении номинальной стоимости открытых позиций на внебиржевом рынке деривативов (см. таблицу 2). Так, за период с декабря 2005 г. по июнь 2009 г. величина номинальной стоимости открытых позиций на внебиржевом рынке выросла более чем на 100 %. По мнению автора, данная тенденция связана с другой - тенденцией общего увеличения волатильности мирового финансового рынка, в результате чего возникает необходимость хеджирования позиций на рынке базового актива.

Анализ показал, что подавляющую долю в общем объеме номинальной стоимости открытых позиций по внебиржевым деривативам (72,3 %) занимают деривативы на процентные ставки. Из этого автор делает вывод о том, что большая часть участников рынка еще в 2005 году ожидала резкого изменения уровня процентных ставок и начала хеджировать свои позиции. Действительно, уровень процентных ставок в США за рассматриваемый период упал в 22 раза (с 5,5% до 0,25%).

В работе также отмечена тенденция роста номинальной стоимости открытых позиций по дериватам на дефолтные свопы. За рассматриваемый период объем сделок с этим инструментом увеличился в 2,6 раз при росте общего объема номинальной стоимости внебиржевых деривативов в два раза. Данный факт также свидетельствует о том, что участники торгов заранее предвидели ухудшение финансовой ситуации в мире и следующие за этим массовые дефолты.

**Таблица 2. Структура мирового рынка внебиржевых деривативов<sup>3</sup>**

	Декабрь 2005 г., млрд дол.	Декабрь 2006 г., млрд дол.	Декабрь 2007 г., млрд дол.	Декабрь 2008 г., млрд дол.	Июнь 2009 г.	
					млрд дол.	доля в об- щем объе- ме торгов, %
Номинальная стоим- ость открытых по- зиций - всего, в том числе дерива- тивы на:	297 666	414 845	595 738	547 371	604 622	100
Валюту	31 360	40 271	56 238	44 200	48 775	8,6
Процентные ставки	211 970	291 582	393 138	385 896	437 198	72,3
Биржевые ценности	5793	7 488	8 509	6 159	6 619	1,0
Товары	5 434	7 115	9 000	3 820	3 729	0,6
Дефолтные свопы	13 908	28650	57 894	41 883	36 046	5,9
Прочие	28 199	39 740	71 225	65 413	72 255	11,6

Главной тенденцией в области регулирования мирового рынка срочных финансовых инструментов является либерализация, которая выражается в переходе от тотального контроля и управления к надзору и в активизации делегирования некоторых регулирующих функций биржам и саморегулируемым организациям. Среди причин либерализации регулирования мирового рынка срочных финансовых инструментов автором выделены качественные (стремление регулирующих органов не отставать от тенденции мирового развития, либерализация регулирования отвечает потребностям и интересам избирателей, так как вызывает удешевление стоимости кредитных ресурсов) и количественные (ослаблению действий регулирующих органов способствовал постоянный рост финансовых инноваций, консолидация финансового сектора и появление финансовых институтов, в отношении финансовой устойчивости которых почти ни у кого не было сомнений).

В работе показано, что во многом российский рынок срочных финансовых инструментов развивается в русле общемировых тенденций. Поэтому для него также актуальными являются проблемы высоких рисков внебиржевой торговли. По мнению автора, данные риски могут быть устранены одним из двух способов:

1) полным подчинением внебиржевого рынка биржевому, что фактически означает перенос всей активности на биржевые площадки. Неоспоримым преимуществом этого варианта является более пристальный контроль за рисками

<sup>3</sup> По данным [www.bis.org](http://www.bis.org).

контрагентов и возможность оперативного предотвращения системных кризисов. Однако унификация биржевых деривативов, ограничение на сроки и виды контрактов приведут к тому, что часть контрагентов (прежде всего, хеджеров потребляемых товаров) будут вынуждены заключать свои сделки на зарубежных площадках;

2) созданием биржевого рынка, имеющего внебиржевые функции, что, как обосновывается в работе, является более оправданным. В этом случае сделки с отличающимися от биржевых параметрами будут заключаться также через биржу, с использованием биржевой инфраструктуры. При этом сохранится контроль за внебиржевыми сделками, однако, не в ущерб уникальным потребностям отдельных контрагентов.

Кроме того, предложенный вариант снижения рисков внебиржевой торговли обладает следующими преимуществами:

- наделение биржи внебиржевыми функциями не требует создания двойной инфраструктуры (для биржевых и внебиржевых деривативов),
- путем наделения биржевых рынков внебиржевыми функциями пошли многие мировые биржи (например, CME, которая приобрела организатора внебиржевой торговли Swapstream).

В качестве механизма объединения в работе предлагается и обосновывается создание единого модуля, объединяющего биржевые и внебиржевые срочные финансовые инструменты по примеру объединения биржевого и внебиржевого рынка РТС, в результате которого РТС добилась безусловного лидерства на рынке низколиквидных ценных бумаг. Данное предложение оказалось созвучно с позицией, представленной позже в Стратегии развития финансового рынка России до 2020 года, подготовленной ФСФР.

Помимо общих тенденций в диссертационной работе выявлены и исследованы специфичные характеристики, отличающие российский рынок срочных финансовых инструментов от его зарубежных аналогов: повышенный риск совершения операций, узкий спектр и низкая ликвидность торгуемых инструментов, перенос центра активности по внебиржевым операциям за пределы страны, доминирование сделок с поставочными деривативами на фондовые ценности, неразвитость сегмента процентных деривативов, почти полное отсутствие товарных инструментов, незначительная доля сделок с опционами, наличие только одной ликвидной биржи (РТС), на которую приходится 75% всех сделок с деривативами. Как следствие, участники рынка вынуждены совершать сделки с деривативами, базовые активы которых торгуются на другой бирже (ММВБ). Если речь идет об операциях хеджирования или арбитража, то участники торгов должны совершать сделки одновременно на двух площадках, что связано с неудобствами.

В работе осуществлено исследование альтернативных вариантов объединения биржевой торговли срочными финансовыми инструментами и соответствующими базовыми активами в рамках одной биржевой площадки и сделан вывод о том, что более предпочтителен вариант объединения двух крупнейших российских бирж - РТС и ММВБ. Консолидация площадок обращения базового актива и соответствующего срочного инструмента обеспечит определенные улучшения в плане развития инфраструктуры срочного рынка, а именно:

- 1) приведет к увеличению доли арбитражеров и хеджеров, что обеспечит снижение волатильности и повышение степени предсказуемости рынка;
- 2) вызовет увеличение доходов бирж за счет исполнения контрактов по реальным поставкам базовых активов;
- 3) повысит надежность срочной биржи за счет увеличения размера страхового фонда;
- 4) снизит (в два раза) расходы на развитие инфраструктуры;
- 5) снизит комиссионное вознаграждение для участников торгов;
- 6) вызовет рост надежности и укрупнение профессиональных участников как следствие снижения конкурентной борьбы за брокеров/дилеров со стороны двух организаторов торговли;
- 7) приведет к росту ликвидности рынка;
- 8) обеспечит рост конкурентоспособности по сравнению с западными организаторами торговли;
- 10) создаст предпосылки для роста расходов на инновации;
- 11) обеспечит формирование единых правил, что облегчает работу профессиональных участников и их клиентов, а также и самого регулятора.

Однако единая платформа для базовых активов и срочных инструментов имеет и свои недостатки и сложности, основными из которых являются конфликт интересов акционеров бирж и профессиональных участников, а также высокие расходы на процесс объединения. Тем не менее, данные недостатки не являются непреодолимым препятствием на пути интеграции двух бирж.

Российский биржевой рынок срочных финансовых инструментов отличается от зарубежных аналогов также и несовершенной системой управления рисками бирж, которая сформировалась под влиянием финансового кризиса 1998 г. и отличительной особенностью которой является предварительное депонирование средств, что представляет собой упрощенный подход к контролю за рисками. Существующая система управления рисками не отвечает мировым стандартам, в результате риску подвергаются не только участники торгов, но и организаторы торговли, в частности расчетно-клиринговые системы. В этой связи в работе предлагается изменить подход к управлению рисками и, следовательно, придать новый импульс развитию рынка срочных финансовых инструментов в России за счет следующих мероприятий.

1. Нарастивание и мобильность финансовых гарантий стабильности системы рынка срочных финансовых инструментов. Гарантийный фонд FORTS в настоящее время составляет 1,5 млрд рублей причем повышение этого показателя происходит эпизодически и никак не связано с какими-либо изменениями, происходящими на срочном рынке. Автор предлагает привязать значение гарантийного фонда к объему биржевых сделок со срочными финансовыми инструментами. В случае роста объема сделок в системе FORTS на 10-20% по сравнению со среднемесячным значением члены клиринговой палаты обязаны будут пополнить свои взносы в фонд на аналогичную величину. В результате гарантийный фонд FORTS должен выполнять ту же функцию, что возложена на фонд обязательного резервирования (ФОР) в ЦБ РФ.

2. Совершенствование процедур закрытия дефолтных позиций, в частности, более оперативное принудительное закрытие близких к дефолту позиций как клиринговых членов биржи, так и брокеров по отношению к своим клиентам:

- увеличить размер гарантийного обеспечения по биржевым деривативам до такого размера, который позволил бы участнику торгов использовать меньший, чем ныне существующий, финансовый рычаг;

- расширить торговые диапазоны с существующих ныне 10-12% до 20-25%. Данная мера позволит не закрывать торги фьючерсами на российских биржах даже в случаях сильных ценовых колебаний;

3. Повышение требований к надежности участников клиринга. По мнению автора, руководящие органы FORTS в последние годы излишне увлеклись увеличением численного количества участников клиринга в ущерб их качеству (финансовой устойчивости), что подтверждается неоднократными случаями индивидуальных дефолтов членов клиринга в 2008 году. Для повышения качества клиринговых членов предлагается ужесточить финансовые требования к размеру собственных средств, периоду прибыльной деятельности и некоторых других показателей принимаемых в клиринговые члены новых участников торгов.

В качестве особенности российского рынка срочных финансовых инструментов в работе также отмечен рост доли спекулянтов. Российский рынок изначально был базой для совершения высокоспекулятивных, рискованных сделок, в которой нет места для хеджеров и арбитражеров. С момента финансового кризиса 1998 года, т.е. после разорения всех (кроме одной) срочных бирж, крупные участники торгов не доверяют российским организаторам торговли и предпочитают хеджировать риски на западных площадках. Так, по данным председателя Комитета по собственности Государственной Думы РФ В.С. Плескачевского, доля хеджеров на российских срочных биржах не превышает двух процентов.

**Пятая группа проблем**, рассмотренных в диссертации, связана с разработкой, обоснованием и сведением в единый комплекс методологических подходов, стратегических направлений и механизмов создания эффективной системы регулирования российского рынка срочных финансовых инструментов.

В работе осуществлена оценка существующей в России четырехуровневой системы регулирования рынка срочных финансовых инструментов (федеральное законодательство, государственные регуляторы, срочные биржи и саморегулируемые организации) и сделан вывод о том, что она не удовлетворяет требованиям системного подхода, под которым автором понимается адекватный объем регулирования и ответственности на всех его уровнях и отсутствие пересечений и противоречий в функциях разных уровней регулирования.

Во-первых, налицо пересечение регулирующих функций между различными ведомствами. Так, деятельность коммерческих банков на срочном рынке регулируется ЦБ РФ, в то время как контроль за выполнением законодательства в сфере обращения срочных финансовых инструментов входит в компетенцию ФСФР.

Во-вторых, в системе регулирования российского рынка срочных финансовых инструментов отсутствует орган, определяющий государственную политику в сфере развития финансовых рынков и координирующий разрозненные субъекты регулирования. В результате в России до сих пор не выработано единого направления развития отечественного финансового рынка, а основные направления



денежно-кредитной политики ЦБ РФ не корреспондируют с положениями концепции развития фондового рынка, проводимой в жизнь ФСФР.

В-третьих, между различными субъектами регулирования российского рынка срочных финансовых инструментов периодически возникают споры в отношении компетенций и объемов регулирования. Так, ФСФР стремится оставить за собой больше функций по регулированию рынка в ущерб компетенции СРО.

В-четвертых, существующая система регулирования рынка является эклектической смесью институциональной (соответствие финансовых институтов компетенции различных органов регулирования) и функциональной (различные органы управления делают между собой функции установления норм, контроля и надзора за рынком в целом) систем регулирования.

В целях устранения данных недостатков в диссертационной работе разработаны меры по повышению эффективности системы управления российским рынком срочных финансовых инструментов (рис. 2). Во-первых, доказана необходимость внедрения пятого, надведомственного уровня регулирования, предложены принципы работы данного органа, его функции и объект регулирования. По выполняемым функциям надведомственный мегарегулятор должен быть схож с мегарегулятором фондового рынка - должен формулировать и проводить в жизнь государственную политику в сфере развития финансовых рынков, а также выполнять функции координатора между разрозненными субъектами регулирования. Кроме того, в компетенцию надведомственного мегарегулятора должны входить функции по предотвращению и смягчению последствий финансовых кризисов и нестандартных ситуаций на отечественном фондовом рынке, что выполнимо лишь в случае существенного расширения области его воздействия за счет включения в нее таких отраслей, как страхование и банковская деятельность..

В работе доказано, что внедрение надведомственного органа будет способствовать более сбалансированному осуществлению государственной политики в сфере финансовых рынков, в результате чего исчезнет пересечение и дублирование функций между различными органами, но при этом станет понятной и эффективной ответственность каждого органа. Несомненным преимуществом мегарегулятора является то, что его наличие приблизит российский финансовый рынок к его зарубежным аналогам, что создаст иностранным инвесторам уже знакомые им условия и принципы работы.

Предлагаемый пятый, координирующий уровень системы регулирования финансовых рынков должен управляться на коллегиальной основе. Членами его правления должны стать представители остальных четырех уровней управления, а также представители крупных участников российского финансового рынка (банки, инвестиционные компании, фондовые биржи и пр.). При этом решения, выработанные данным коллегиальным органом, должны быть обязательными к исполнению всеми четырьмя уровнями системы регулирования финансового рынка.

По мнению автора, главным принципом работы мегарегулятора должно стать внутреннее обособление функций по контролю и надзору от функций по созданию условий для развития фондового рынка. Выполнение этого принципа является залогом реализации цели мегарегулятора - обеспечения выполнения фондо-

вым рынком функции перелива капитала. Во избежание лоббирования интересов отдельных профучастников при принятии решений мегарегулятором, его финансирование должно осуществляться исключительно из бюджетных источников.

Следующим предложением автора по повышению эффективности системы регулирования российского рынка срочных финансовых инструментов является кардинальное изменение компетенции ФСФР, чья деятельность сегодня направлена в основном на написание инструкций, программ и регламентов деятельности профессиональных участников, а не на формирование условий для выполнения фондовым рынком своей основной функции. В области срочных финансовых инструментов изменение функций ФСФР должно коснуться процедуры появления новых, прежде всего товарных, деривативов. Именно ФСФР должна отвечать за расширение спектра обращаемых на российском срочном рынке деривативов. Кроме того, в сферу компетенции ФСФР предложено отнести и надзор за биржевым товарным рынком, являющимся базой для товарных деривативов.

Третье направление совершенствования системы регулирования российского рынка деривативов заключается в изменении взаимоотношения государственных органов регулирования и саморегулируемых организаций (СРО).

В основном интересы СРО и ФСФР расходятся в отношении масштабов функций, переданных СРО. В этой связи в работе предлагается следующее:

1) закрепить за СРО функцию экспертного заключения в отношении необходимости и своевременности появления на рынке новых срочных финансовых инструментов;

2) СРО должна быть передана часть функций по мониторингу, пресечению и наказанию инсайдерских сделок, а также сделок, преследующих цель манипулирования ценами. СРО более детально и глубже разбираются в механизмах функционирования фондового рынка, особенно такой его сложной части, как срочный финансовый рынок. Регулятор нередко может пропустить новую форму манипулирования ценами или использования инсайдерской информации, в то время как эксперты СРО, представляющие профессиональных участников рынка, имеют все необходимые информационные ресурсы для борьбы с противозаконными действиями недобросовестных инвесторов. Кроме того, в функции СРО необходимо передать информирование ФСФР и других государственных органов о факте совершения таких сделок, а также раскрытие информации о контрагентах и публичное осуждение участников сделок;

3) переложить на СРО функцию сбора первичной отчетности профессиональных участников фондового рынка относительно их деятельности на рынке деривативов. В частности, СРО должны иметь доступ к информации об:

- объемах открытых позиций по срочным финансовым инструментам,
- уровне маржи по открытым позициям,
- отношении позиций на срочном рынке к объему активов профессионального участника,
- соотношении собственных и заемных средств профессионального участника.





**Рис.2. Система управления российским рынком срочных финансовых инструментов**

Данные нововведения призваны решить проблему монополии ФСФР на доступ к отчетности профессиональных участников и, следовательно, неосведомленности саморегулируемых организаций о текущем состоянии срочного рынка и его потенциальных рисках.

Однако для полноценного и сбалансированного развития российского рынка срочных финансовых инструментов одного лишь совершенствования системы регулирования недостаточно. Без разрешения проблем манипулирования ценами и использования инсайдерской информации низкий уровень развития отечественного срочного финансового рынка будет стимулировать крупных игроков заключать свои сделки на западных площадках.

Ввиду низкой ликвидности некоторых срочных инструментов, а также значительного финансового рычага манипулирование ценами и использование инсайдерской информации на срочном рынке наносит гораздо больший урон отдельным участникам торгов и национальной финансовой системе в целом, чем аналогичные случаи на рынке базового актива. По мнению автора, в целях борьбы с указанными явлениями необходимо:

- ужесточить наказание (вплоть до уголовной ответственности) за использование инсайдерской информации и манипулирование ценами,
- отказаться от закрытого списка способов противоправных действий на рынке ценных бумаг,
- осуществлять постоянный мониторинг подозрительных сделок с последующим раскрытием информации о контрагентах таких сделок,
- изменить регламентацию деятельности маркетмейкеров и установить ограничения на максимальную и минимальную цены сделок со срочными финансовыми инструментами в течение одной торговой сессии.

Другой серьезной проблемой российского рынка срочных финансовых инструментов является его низкая ликвидность. Автор считает, что необходимо внедрение двухуровневой системы управления ликвидностью срочного рынка. На первом уровне в качестве стимулятора ликвидности выступает ФСФР и СРО, на втором - сами организаторы торговли. При этом можно выделить следующие направления работы регуляторов:

- снятие ограничений на участие в торгах срочными финансовыми инструментами отдельных категорий инвесторов,
- мониторинг и донесение до участников рынка информации о текущем состоянии торгов,
- сбор информации о методах повышения ликвидности на зарубежных биржах и обсуждение этой информации с ключевыми участниками торгов,
- продвижение идей срочного рынка посредством обучающих семинаров, круглых столов,
- работа над привлечением иностранных участников торгов,
- вынесение на обсуждение законопроектов, касающихся появления и развития новых срочных финансовых инструментов.

В целях повышения ликвидности срочного рынка необходимо включить в обязанности организаторов торгов срочными инструментами выполнение следующих мероприятий:

- 1) принципиальное изменение отношений с маркетмейкерами;

2) сужение ограничений на максимально допустимое отклонение цены следующей сделки от цены предыдущей сделки;

3) внесение соответствий между параметрами остановки торгов на рынке базового актива (ММВБ) и срочном рынке (FORTS);

4) внедрение системы мгновенной переброски денежных средств с рынка базового актива (ММВБ) на срочный рынок (FORTS).

Еще одной серьезной проблемой российского рынка срочных финансовых инструментов является дефицит товарных инструментов. Для того, чтобы обеспечить внедрение товарных и иных срочных инструментов, необходимо осуществить следующий комплекс мероприятий.

Во-первых, необходимо внести изменения в Федеральный закон РФ №39-ФЗ "О рынке ценных бумаг", разрешающие появление и развитие новых видов срочных инструментов.

Во-вторых, подлежит усовершенствованию процедура поставки базового актива, а именно, следует внедрить механизм вторичного обращения складского свидетельства, разработанный Сскций стандартных контрактов Национальной фондовой биржи.

В-третьих, необходимо существенно расширить спектр инструментов, доступных для инвестирования паевым инвестиционным фондам (ПИФ).

В-четвертых, необходимо усилить работу в направлении повышения уровня финансовой грамотности и осведомленности о возможностях срочного финансового рынка среди участников торгов, особенно среди импортеров, экспортеров и производителей сельскохозяйственной продукции.

В-пятых, целесообразно внести поправку в Налоговый Кодекс РФ, включающую определение сделки по хеджированию риска, совершаемой и физическим лицом. Данное определение может быть аналогично тому, что прописано в отношении юридических лиц.

В-седьмых, необходимо освободить от НДС сделки с деривативами, заканчивающиеся реальной поставкой базовых активов.

Указанные меры обеспечат появление и развитие товарных инструментов на российском рынке срочных финансовых инструментов.

## **СПИСОК РАБОТ, ОПУБЛИКОВАННЫХ ПО ТЕМЕ ДИССЕРТАЦИИ**

### **Монографии и брошюры:**

1. Гитник А.Б., Киселев М.В., Новикова Н.А., Семернина Ю.В. Игра на бирже в России. - М.: НЦ ЭНАС, 2003. - 8 п.л. (в т. ч. авторские 3,4)

2. Киселев М.В. Рыночная стоимость акций российских эмитентов: прогнозирование методами технического анализа / Саратовский государственный социально-экономический университет. - Саратов, 2008. - 10 п.л.

3. Киселев М.В. Российский рынок деривативов: функционирование и регулирование / Саратовский государственный социально-экономический университет. - Саратов, 2009. - 13,25 п.л.

4. Киселев М.В. Современный срочный финансовый рынок России / Саратовский государственный социально-экономический университет. - Саратов, 2010. - 5,9 п.л.

**Статьи в журналах и изданиях, рекомендуемых ВАК:**

5. Киселев М.В. Опционы как способ мотивации менеджеров фирмы // Вестник СГСЭУ 2008. №2 (21) - 0,5 п.л.

6. Киселев М.В. Проблемы развития рынка деривативов в России и пути их решения // Финансы и кредит. 2008. №43. - 1,0 п.л.

7. Киселев М.В. Функции деривативов // Экономические науки. 2008. №2. - 0,6 п.л.

8. Киселев М.В. К вопросу о поведении экономических субъектов в условиях риска и неопределенности. // Деньги и кредит. 2008. №5. - 0,3 п.л.

9. Киселев М.В. Тенденции мирового рынка деривативов // Бизнес, менеджмент и право 2009. №1. - 0,6 п.л.

10. Киселев М.В. Проблемы регулирования рынка деривативов // Вестник СГСЭУ. 2009. №1 (25). - 0,5 п.л.

11. Киселев М.В. Системный подход к регулированию российского рынка деривативов. // Бизнес, менеджмент и право 2009. №2. - 0,6 п.л.

12. Киселев М.В. Классификация технологий сделок с деривативами // Экономические стратегии. 2009. №4. - 0,3 п.л.

**Статьи и тезисы докладов в других изданиях:**

13. Киселев М.В. Сравнительная характеристика технического и фундаментального анализа рынка ценных бумаг. /Сборник научных трудов по итогам научно-исследовательской работы Саратовского государственного социально-экономического университета в 2002 году. Ч.2. Саратов: СГСЭУ, 2003. - 0,4 п.л.

14. Киселев М.В. Финансовые кризисы в памяти старшего поколения как препятствие для повышения капитализации российского фондового рынка. /Факторы социально-экономического роста: Сборник научных трудов. Саратов: СГТУ, 2003. - 0,2 п.л.

15. Киселев М.В. Глобализация финансовых рынков как угроза мировой экономике. /Интеграционные процессы в современном обществе: Сборник научных статей по итогам всероссийской научно-практической конференции. Саратов: СГТУ, 2003. - 0,4 п.л.

16. Киселев М.В. Арматура экономики // Русский Полис. 2003. №12. - 0,15 п.л.

17. Киселев М.В. Федеральные сети // Русский Полис. 2003. №11. - 0,15 п.л.

18. Киселев М.В. Рынок одной комиссии. Анализ деятельности трансформируемой ФКЦБ // Русский Полис. 2004. №4. - 0,15 п.л.

19. Киселев М.В. Маржинальная торговля как дополнительный способ зарабатывания денег // Русский Полис. 2004. №2. - 0,15 п.л.

20. Киселев М.В. Рынок корпоративных облигаций. /Финансовые институты: проблемы их развития: Сборник научных трудов. Саратов: СГСЭУ, 2004. - 0,45 п.л.

21. Киселев М.В Проблемы перехода российских банков на МСФО. - Финансовые институты: проблемы их развития: Сборник научных трудов. Саратов: СГСЭУ, 2004. - 0,45 п.л.
22. Киселев М.В Кредитный бум как угроза российской экономике. / Социально-экономические проблемы гуманизации современного общественного развития: Межвузовский научный сборник по итогам конференции. Саратов: СГТУ, 2004. - 0,4 п.л.
23. Киселев М.В Портрет Саратовской области // Рынок ценных бумаг. 2004. №22. - 0,3 п.л.
24. Киселев М.В Большая перемена // Национальный банковский журнал. 2004. №11. - 0,5 п.л.
25. Киселев М.В Великая депрессия: возможно ли повторение? // Рынок ценных бумаг. 2005. №21. - 0,4 п.л.
26. Киселев М.В Малый бизнес и фондовый рынок. / Управление финансами в малом и среднем бизнесе. Под ред. С.Б. Ефимовой, Е.А.Каменевой. - Ростов ИД: Феникс, 2006. - 0,5 п.л.
27. Киселев М.В Скрытые риски производных финансовых инструментов. / Финансы, налоги и кредит: Сб. научных трудов. Саратов: СГСЭУ, 2007. - 0,6 п.л.
28. Киселев М.В Сделки с отсрочкой платежа - проблема терминологии. / Личность в современном обществе: визуальная репрезентация. Сборник научных трудов по материалам всероссийской научно-практической конференции, 9 ноября, 2007. Саратов: Наука, 2008. - 0,5 п.л..
29. Киселев М.В История развития срочного рынка. / Социально-экономическое развитие России: проблемы, поиски, решения: Ч.2: Сб. научных трудов по итогам НИР СГСЭУ в 2007 году. Саратов: СГСЭУ, 2008. -0,375 п.л.
30. Киселев М.В К вопросу о выборе терминов в отношении сделок на срочном рынке. / Экономика и управление предприятиями: методы, модели, технологии: Сборник научных трудов. Саратов: Научная книга, 2008. - 0,25 п.л.
31. Киселев М.В. Меры по повышению привлекательности российского рынка деривативов. / Развитие финансовой системы страны Сборник трудов всероссийской конференции. Ижевск: Издательство Института экономики и управления УдГУ, 2008. - 0,3 п.л.
32. Киселев М.В. Понятие и свойства деривативов в условиях глобализации мировой экономики. / Современная юридическая наука и правоприменение: Сборник статей по материалам Всероссийской научно-практической конференции, проведенных в рамках Вторых Саратовских правовых чтений. Саратов: ГОУ ВПО "СГАП", 2009/ - 0,428 п.л.
33. Киселев М.В. Некоторые аспекты механизма развития российского рынка деривативов / Экономический кризис в России в начале XXI века: проблемы и пути решения: Сборник научных трудов по материалам региональной научно-практической конференции молодых ученых 26 марта 2009 г. Саратов: СГСЭУ, 2009. - 0,425 п.л.
34. Киселев М.В. Формирование эффективной системы взаимоотношений между государственным регулятором фондового рынка и саморегулируемыми организациями // Информационные технологии в науке и образовании: материа-

лы Международной научно-практической интернет-конференции. Шахты: ГОУ ВПО "ЮРГУЭС", 2009. - 0,187 п.л.

35. Киселев М.В. Влияние фактора неопределенности на равновесие рынка деривативов // Психология и экономика. 2009. №1. - 0,5 п.л.

36. Киселев М.В. Критический анализ моделей ценообразования на финансовых рынках /Актуальные проблемы социально-гуманитарного знания: Сборник научных трудов. Саратов: Изд-во "Марк", 2009. - 0,375 п.л.

37. Киселев М.В. Классификация участников рынка деривативов в зависимости от степени риска совершаемых операций / Тенденции развития финансов: теория и практика; сб. статей I международной научно-практической конференции. - Пенза: ПГПУ им. В.Г.Белинского, 2009. - 0,45 п.л.

#### Автореферат

Подписано в печать 13.05.2010.  
Бумага типогр. №1  
Печать офсетная  
Заказ 243

Формат 60x84 1/16  
Гарнитура "Times"  
Уч.-изд. л. 2,0  
Тираж 100 экз.

Издательский центр Саратовского  
государственного социально-экономического университета.  
410003, Саратов, Радищева, 89.